计算机

计算机投资进入黄金时代

计算机投资进入黄金时代。1）计算机行业产业链扁平且产业链不透明，受科技与政策影响大，Beta 特征显著。流动性因素与地缘政治因素相互对冲，政策态度成为 Beta 主导因素。各大资本市场官媒表态以及相关政策的不断推出，显示资本市场将是影响直接融资特别是推动科技、医药产业升级的关键战场，除开占行业数量约 15%的金融 IT 公司受益外，Beta 环境持续向好。2）从科技周期大环境分析，2019VS2013：商业模式升级、护城河与集中度提升、数据触碰新需求。大的科技周期在 2016 年开始导入期，2018 年预期消化。2019 年下一个 IT 代际逐步到来，2020 年产业化信号不断增加。云计算、信创、5G 应用、AI 四大科技周期不断深化，产业环境历史罕见。3）从数据上看，我国软件和信息技术服务业 2017 年后增速逐渐与 GDP 增速部分脱钩。云计算等信息化深化，行业持续保持高速增长。4）近期国家推出《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》，加大了对科技新型举国体制的重视，知识产权及减税政策影响深远。美国 80 年代类似的政策推动了科技全面发展及纳斯达克近 40 年长牛，软件发展迎来黄金时代。

金融 IT 产业趋势加速推进。1）我们跟市场反复强调金融 IT 的行业特征为：业绩弹性大、壁垒深厚，关键变量是监管。回顾近十年金融监管政策历程，2020 年进入全面鼓励发展阶段，近期金融 IT 政策大趋势不断演绎。证券 IT 领军公司如恒生电子、同花顺、东方财富在 2015 年牛市期间业绩大幅增长，尤其是由 IT 切入金融业务的空间巨大。2）银行 IT 受益信创及行业集中化趋势，2020H1 均呈现明显加速趋势，预计景气至少持续 3 年。3）数字货币进入试点期，相关应用成为可能，带来系统建设与诸多服务运营新机会。

加速转云：北美 2013。1）我国云计算仍然处于早期阶段，落后美国五年左右。海外云计算虽经历二十年增长，但仍将持续。2）云计算三定律为护城河提升、增值服务增加、万亿赛道弯道超车。3）领军公司长期空间仍远被低估：金山办公：SaaS 订阅客户付费率仅为 3%左右，存在极大提升空间。广联达：从软件企业到云计算企业再到智能企业，边界无限拓宽。卫宁健康：推出 WinCloud 计划，引领医疗行业 SaaS 变革。

信创进入收获期，数据库为最后一公里。1）从进展上看，2019 年信创产业主要在党政军领域进行试点。2020 年，党政军进入全面推广阶段，八大行业试点逐步展开，其中金融行业已进入规模性试点阶段，未来有望实现政务云架构的全面国产化。2）国内数据库行业破冰起航。数据库需要好的框架和大量案例的不断磨合，但市场空间超过操作系统的 1.5 倍。产业调研显示，2020 年为产业推进元年，诸多银行运营商都将提供大量案例供国产数据库磨合，预计不断推进下国产数据库将进入大规模商用时代。3）芯片相关公司如中科曙光、中国长城相关产品不断发展，已具备顶级竞争力。

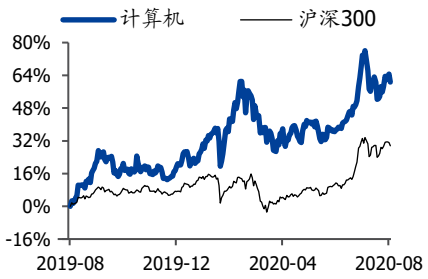
5G 模式渐明，软件定义汽车先行，AI 进入真成长期。1）面对海外的 H.265 收费乱局，国产的 AVS 标准有望突围，虽然目前 AVS2 相对 H.265 略有劣势，但是未来随着超高清产业的进一步发展，有望推动 AVS3 在性能方面相对 H.266 的超越。2）VR 赛道进展短期低于预期，技术和内容同步推进方可走进千家万户。3）R16 标准冻结推动自动驾驶逐步落地。特斯拉则成为了软件定义汽车的先行者，其 OTA 可实现让车辆定期获得安全及导航方面的新功能、提升车辆性能、完善驾驶体验等功能。随着软件在汽车价值量不断提升，软件定义汽车时代开启，中国企业具有世界级竞争力。4）人工智能 2017 年进入导入期，预期消化后成长信号渐明。AI 四小龙近年均步入上市征程，细分龙头盛视科技也已上市，海康威视、大华股份相关收入也接近 10%。同时不断看到云龙头如广联达、ADOBE 等将 AI 技术融入产品形成增值服务，AI 新时代润物细无声。

推荐投资主线：1）1）金融 IT：东方财富、恒生电子、同花顺、长亮科技、高伟达、京北方、宇信科技、拉卡拉、新大陆。2）云计算：金山办公、广联达、卫宁健康、用友网络、深信服、浪潮信息、中科曙光、宝信软件、上海钢联、捷顺科技、新开普。3）安全与信创：金山办公、太极股份、科蓝软件、创意信息、中国软件、诚迈科技、中科曙光、启明星辰、东方通。4）5G 应用及 AI：中科创达、鼎捷软件、大华股份、海康威视、万兴科技、当虹科技、德赛西威、虹软科技、中新赛克。

风险提示：财政支出不及预期；经济下行超预期；贸易摩擦加剧。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 刘高畅
执业证书编号：S0680518090001
邮箱：liugaochang@gszq.com
分析师 杨然
执业证书编号：S0680518050002
邮箱：yangran@gszq.com
分析师 安鹏
执业证书编号：S0680519030002
邮箱：anpeng@gszq.com

相关研究

1、《计算机：新型举国体制推进，软件发展进入黄金时代》2020-08-05

2、《计算机：央行定调，数字货币加速推进》2020-08-04

3、《计算机：信创行业新进展》2020-08-01

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

内容目录

一、 计算机投资进入黄金时代 4
二、 金融 IT 产业趋势加速推进 10
三、 加速转云：北美 2013 13
四、 信创进入收获期，数据库为最后一公里 23
五、 5G 模式渐明，软件定义汽车先行 27
六、 其它主线 30
七、 风险提示 30

图表目录

图表 1： 美国联邦基金利率 4
图表 2： 近半年资本市场重要监管政策梳理 5
图表 3： DCF 模型敏感度分析 6
图表 4： DCF 模型敏感度分析 6
图表 5： 计算机行业公司商业模式改善，成长逻辑更加清晰 6
图表 6： 下一 IT 代际最近两年达到预期低点 7
图表 7： 2019 年 Gartner 成熟度曲线 7
图表 8： 近十年金融监管政策阶段梳理 7
图表 9： 中美云计算发展情况对比 8
图表 10： 2008 年至 2020 年前五大云计算公司的市值增加了 44 倍 8
图表 11： 中美贸易摩擦成为常态 9
图表 12： 信创全面推广进程 9
图表 13： 产业时间表 10
图表 14： 软件行业收入与 GDP 增速部分脱钩 10
图表 15： 资本市场政策前瞻 11
图表 16： 恒生电子核心产品在细分领域市占率 11
图表 17： 同花顺主要智能投顾产品 12
图表 18： 恒生电子与 FIS 对比 12
图表 19： 云计算产业链 14
图表 20： 云计算厂商的头部效应 14
图表 21： 全球范围内公有云 IaaS 市场份额（单位：亿美元） 15
图表 22： 2018 年全球范围 CRM 行业市场占有率 15
图表 23： 广联达 18-19 年造价云转型效果显著（单位：百万元） 16
图表 24： Adobe 通过外延收购开展数字营销服务 16
图表 25： 国内企业服务领军企业市值远小于海外（2020 年 7 月 21 日） 17
图表 26： SaaS 层中美云计算厂商差距 17
图表 27： 海外主要 SaaS 公司情况 18
图表 28： 2008 年至 2020 年前五大云计算公司的市值增加了 44 倍 18
图表 29： Salesforce 的市值超过了其竞争对手之一 Oracle（单位：亿美元） 19
图表 30： 主要产品月度活跃用户数变动情况（单位：亿） 19
图表 31： WPS 会员收入敏感性测算（单位：亿元） 20
图表 32： 稻壳会员收入敏感性测算（单位：亿元） 20

图表 33：WPS 安可空间测算 20
图表 34：广联达非公开发行股票募集资金用途（单位：万元） 21
图表 35：转型后考虑增值服务广联达造价业务市场空间可超过 50 亿元 22
图表 36：2014-2016 年全国施工项目和新开工项目情况 22
图表 37：公司云收入预测 23
图表 38：公司传统业务收入与利润预测 23
图表 39：安全可控产业链 24
图表 40：信创全面推广进程 24
图表 41：数据库发展历史 25
图表 42：数据产品需要与技术和场景结合 25
图表 43：主流数据库技术品牌、服务与架构 26
图表 44：国产数据库市场空间预测 26
图表 45：国内数据库三大核心竞争阵营 26
图表 46：上海上线首个超高清 4K 频道 27
图表 47：我国三大电信运营商 2020 年 VR 头显设备出货目标数量一览表 28
图表 48：5G 标准时间表 29
图表 49：特斯拉 25 次 OTA 升级中涉及的领域 30
图表 50：ES8 续航对比明显提升 30

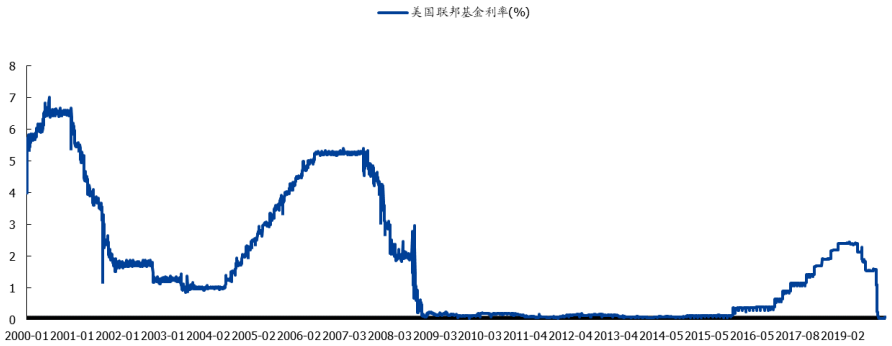
一、 计算机投资进入黄金时代

流动性+政策驱动资本市场发展大时代:

新冠疫情全球冲击之下，美联储不断推出宽松政策，包括降息速度、量化宽松（QE）容量、非常规工具重启等多方面。美联储的政策力度远超预期，使得全球流动性大量释放。即使 2021 年经济表观增速回正，但疫情及全球增长点乏力中期仍大概率会限制流动性的收缩。

6 月份，证监会主席易会满在陆家嘴论坛表示:“大家普遍认为这次由疫情引发的系列问题，兼具了 1918 年大流感、1929-1933 年大萧条和 2008 年国际金融危机的部分特征，应对难度前所未有。” 各主要金融市场将可能共同面临“资产荒”的挑战，优质上市公司资源的竞争会更加激烈，中国政策不断，表达了对资本市场的重视。

图表 1: 美国联邦基金利率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：近半年资本市场重要监管政策梳理

时间	部门	政策内容
2019 年 11 月 7 日	国务院	国务院宣布全面取消在华外资银行、证券公司、基金管理公司等金融机构业务范围限制，丰富市场供给，增强市场活力
2019 年 12 月 6 日	证监会	证监会发布了《证券期货经营机构管理人中管理人(MOM)产品指引(试行)》共 28 条，对 MOM 产品定义、运作模式、参与主体主要职责及资质要求、投资运作、内部控制及风险管理、法律责任等进行了规范。
2019 年 12 月 7 日	深交所	深交所表示，为规范深圳证券交易所股票期权试点业务，本所制定了《深圳证券交易所股票期权试点交易规则》。现已经中国证监会批准，予以发布，自发布之日起施行。
2019 年 12 月 27 日	银保监会与央行	银保监会与央行发布《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知（征求意见稿）》，确定了银行现金管理类产品的具体监管要求。
2019 年 12 月 28 日	全国人大常委会	十三届全国人大常委会第十五次会议高票通过证券法修订草案。新修订的证券法共计十四章 226 条，与现行法律相比，新增了“信息披露”“投资者保护”两个专章，将于 2020 年 3 月 1 日起施行。
2019 年 12 月 28 日	央行	人民银行发布公告决定进一步深化 LPR 改革，将存量浮动利率贷款定价基准由贷款基准利率转换为 LPR 报价。
2020 年 5 月 29 日	上交所	上交所发文称，总体上，将以问题为导向，从优化“资本供给”和“制度供给”入手推动下一步工作。适时推出做市商制度、研究引入单次 T+0 交易
2020 年 6 月 12 日	深交所	深交所发布创业板改革并试点注册制相关业务规则及配套安排，共计 8 项主要业务规则及 18 项配套细则、指引和通知，涉及首发审核类、再融资和并购重组审核类、持续监管类、发行承销类、交易类等五个方面
2020 年 6 月 19 日	上交所	上交所出台《关于修订上证综合指数编制方案的公告》，与中证指数有限公司决定自 7 月 22 日起修订上证综合指数的编制方案

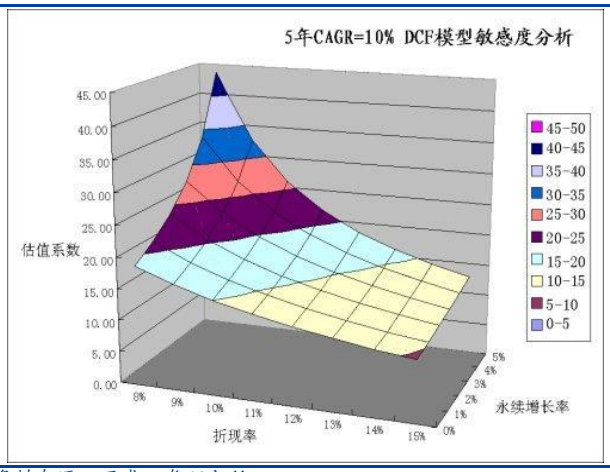
资料来源：相关政府官网，国盛证券研究所

高流动性下计算机行业估值收益：

核心估值方法下资本市场流动性促进高成长资产估值提升。DCF 方法做为企业价值评估的一种方法，已经被越来越多的国内评估机构所借鉴和采用，是价值投资的基准。PE、PEG、市值空间法是在不同增长环境下对 DCF 的转化。影响折现率的几个重要外部指标为： 无风险利率、市场风险溢价、可比公司的收益指标和财务杠杆等财务指标、企业特定风险调整系数等几个参数。从数据上看，增速更快的企业对流动性更加敏感。定性来看，流动性充裕下对新兴资产不确定容忍度提高，高成长性空间较大资产受到青睐。

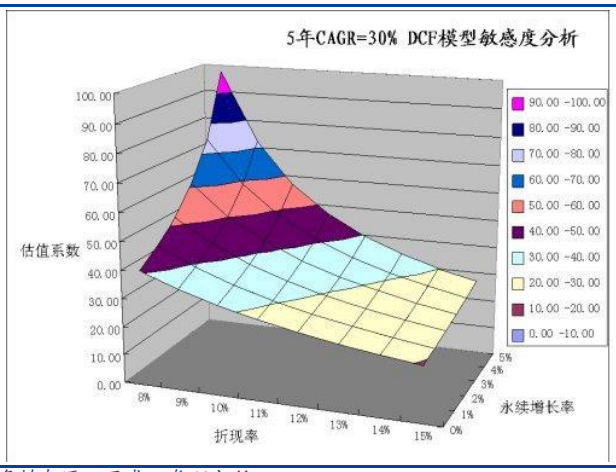
计算机行业特点为产业链扁平，不透明度相对较高，受科技与政策影响大，但又为最典型高成长空间较大行业。在流动性与风险偏好持续提升时，投资者会更加重视对空间的判断，淡化对其中不确定性的担忧。

图表 3：DCF 模型敏感度分析



资料来源：国盛证券研究所

图表 4：DCF 模型敏感度分析



资料来源：国盛证券研究所

2019VS2013：商业模式升级、护城河与集中度提升、数据触碰新需求。

护城河与行业集中度提升：1）云计算的本质是 IT 与数据集中，领先服务商的产品及服务优势更加明显，以往集成商靠渠道取胜的优势在淡化。2）技术与行业 Know-how 不断迭代与竞争，各细分领域头部公司更加明显。

商业模式升级：云计算以及运营方式改造使得从订单型收费，转变为按流量（年/人次/使用次数）收费。例如广联达传统造价软件收入受到建筑业新开工面积波动影响较大，SaaS 转型后按年收费，可以平滑业绩波动。

从 IT 到 DT，空间打开：1）2013-2015 年期间，计算机公司相继推进互联网+战略，本质上是业务与数据运营开始，各类数据的汇集开始产生新的需求。2018 年，市场上有一批优质公司进入到收获期，可验证性增强。2）云计算带动数据集中，集中后创新模块不断被发现和推出，带动空间打开。

图表 5：计算机行业公司商业模式改善，成长逻辑更加清晰

公司	转型前	创新业务进展
广联达	按照 License 收费，受到宏观经济和建筑行业周期波动影响较大。	按年收费。产品转云后陆续推出智能组价、多人协同、预算概算等一体化、设计、与施工整合等多个功能。
同花顺	券商行情系统建设方，单项目 80-500 万元。	券商导流、证券投资软件、数据资讯软件、黄金经纪、AI 投资。
卫宁健康	业务依靠获取大中型医院的项目。	发布 wicloud 战略，逐步采用订阅模式。同时云医、云药、云险、云康等业务模式开始兑现

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

大科技周期在 2016 年开始导入期，2018 年预期消化。区块链、5G、物联网、AR 在 2016 年资本市场都出现过导入期炒作，2017 年 AI 伴随 Alphago 以及国家规划在计算机行业整体下行中有极大相对收益。2018 年各科技趋势伴随本身预期消化及资本市场去杠杆开始出现标志性降温事件。

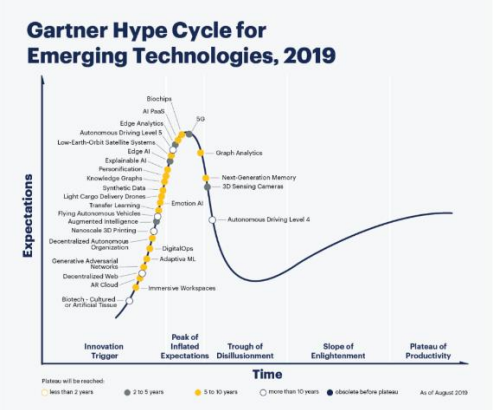
下一个 IT 代际逐步到来，2019 年出现产业化信号。四大科技赛道不断出现积极信号：1）云计算 10 年成长期加速。2）信创进入产业落地期，相关公司订单、报表变化。3）5G 应用孕育产业化信号。4）AI 已出现多领域应用场景，开始触动信息化再次深化。

图表 6：下一 IT 代际最近两年达到预期低点

领域	事件
AI	科大讯飞澄清同传事件，引发人们对 AI 是否高估的热议。
车联网	2018 年 3 月 26 日，一辆 L4 自动驾驶汽车（改造于沃尔沃 XC90）在亚利桑那州的公共道路上撞击一位行人并致其死亡。这也是世界首例 L4 车辆因车祸致人死亡事件。
物联网	2018 年云栖大会马云：“未来十到十五年，传统制造业企业将会非常痛苦，今天的外部环境下，在技术变革的大趋势下，依靠传统的资源消耗型企业越来越难，挑战也会越来越大，不拥抱新制造业的企业，就如同盲人开车”
AR/VR	2018 年 VR 跌到谷底，资本不再青睐 VR 项目，国内 VR 公司纷纷解散。

资料来源：新浪科技等媒体，国盛证券研究所

图表 7：2019 年 Gartner 成熟度曲线



资料来源：Gartner，国盛证券研究所

我们跟市场反复强调金融 IT 的行业特征为：业绩弹性大、壁垒深厚，关键变量是监管。证券 IT 领军公司如恒生电子、同花顺、东方财富在 2015 年牛市期间业绩大幅增长，尤其是由 IT 切入金融业务的空间巨大。

证券公司对 IT 核心业务系统依赖度、更替成本都很高，因此领军 IT 厂商壁垒深厚，在细分领域市占率普遍过半，行业竞争格局稳定。

2020 年监管进入全面鼓励发展阶段：回顾近十年金融监管政策历程，2020 年进入全面鼓励发展阶段，近期金融 IT 政策大趋势不断演绎。1）政策全面宽松阶段：2009 年“四万亿”，2011 年金融创新，2014 年连续双降；2）全面监管阶段：2016 年底央行开始防控风险，2017 年“资管新规”，2018 年供给侧改革；3）兼顾发展阶段：2018 年 10 月政治局会议强调稳住资本市场，以及证监会后续诸多配套政策，2019 年科创板等政策红利；4）全面鼓励阶段：2019Q4 证券修法、LPR 改革、理财新规等，2020 年推出创业板注册制、上证综指调整、t+0 有望试点，政策进入全面鼓励发展阶段。

图表 8：近十年金融监管政策阶段梳理

资料来源：相关政府官网，国盛证券研究所

我国云计算仍然处于早期阶段，落后美国五年左右。根据 IDC 资料，我们认为国内云计算产业落后美国至少五年。亚马逊 AWS 在 2006 年推出首款产品，阿里云诞生于 2009 年。国内市场在 2013 年企业用户才逐步对云计算接受并认可，目前产业正进入广泛应用阶段。

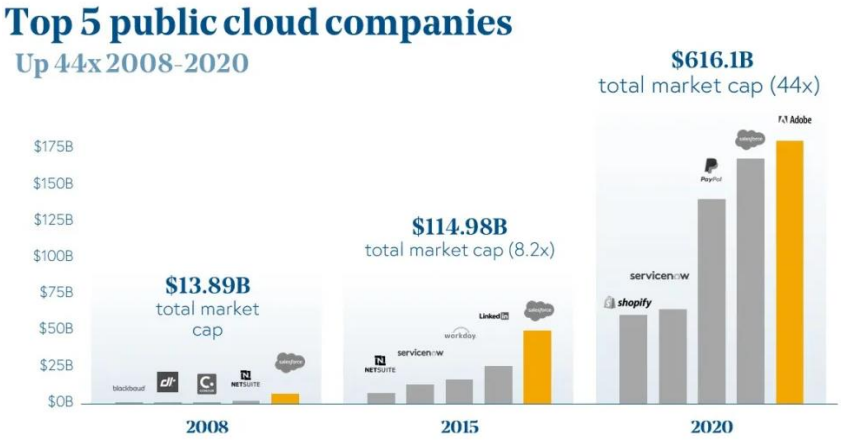
海外云计算虽经历二十年增长，现在才刚开始。回顾云计算历史，2000 年新兴的云计算公司包括 Salesforce、Netsuite 和 Paypal，但价值达 10 亿美元的云计算公司一家都没有。但是在 20 年内，大量云计算巨头企业迅速成长壮大，2008 年云计算前五大公司的总市值约为 140 亿美元，2020 年云计算前五大公司的总市值已经超过 6160 亿美元，是 2008 年的 44 倍，是 2015 年的 5.3 倍。

部分云计算公司甚至超越了传统软件巨头的市值。Adobe 转云后目前市值超过 2000 亿美元，Salesforce 的目前市值约为 1700 亿美元，Salesforce 的市值也在今年超过了其长期以来的竞争对手之一 Oracle。

图表 9：中美云计算发展情况对比

资料来源：IDC，国盛证券研究所

图表 10：2008 年至 2020 年前五大云计算公司的市值增加了 44 倍



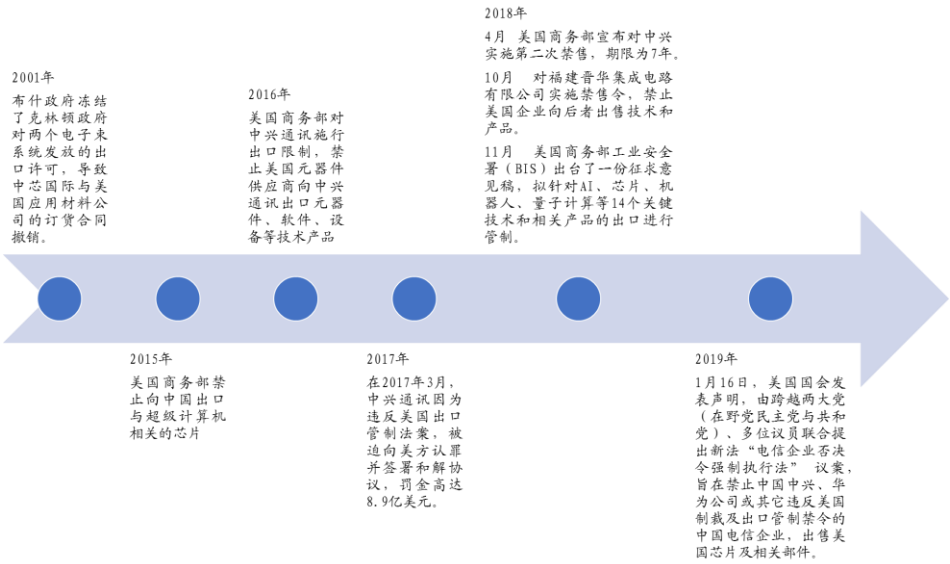
资料来源：《2020 年云计算行情》，国盛证券研究所

中美科技摩擦或将成为常态。美国对中国的出口管制由来已久，从小布什政府冻结克林顿政府对两个电子束系统发放的出口许可，再到 2018 年美国商务部对中兴和福建晋华的禁售。2019 年 5 月，美国总统以国家安全令有效地封锁华为。6 月，美国商务部宣布，将把四家中国公司和一家中国研究所列入实体清单。包括中科曙光(603019)、天津海光、成都海光集成电路、成都海光微电子技术、无锡江南计算技术研究所。我们认为中美两

国在科技领域的摩擦将成为新常态。

从行业上看，2019 年信创产业主要在党政军领域进行试点。2020 年，党政军进入全面推广阶段，八大行业试点逐步展开，其中金融行业已进入规模性试点阶段，未来有望实现政务云架构的全面国产化。

图表 11：中美贸易摩擦成为常态



资料来源：新华网等媒体，国盛证券研究所

图表 12：信创全面推广进程

资料来源：《倪光南：从中美贸易摩擦看科技自主创新的机遇与挑战》，国盛证券研究所

2020 年截至目前 5G 应用低于预期。2020 年初资本市场对 5G 应用快速推进有较大期待。但产业发展有自身规律，截至目前相关应用低于市场预期。

5G 应用仍将在 3-5 年内大规模商用。从整体上看，各大 5G 应用均已完成技术准备阶段，在解决关键问题的同时进行产业化推广。根据各领域时间表来看，3-5 年内 V2X、超高清、VR、云游戏均有望形成大规模商用的可能，围绕新应用、新生态、新技术的投资机会会不断涌现。

图表 13：产业时间表

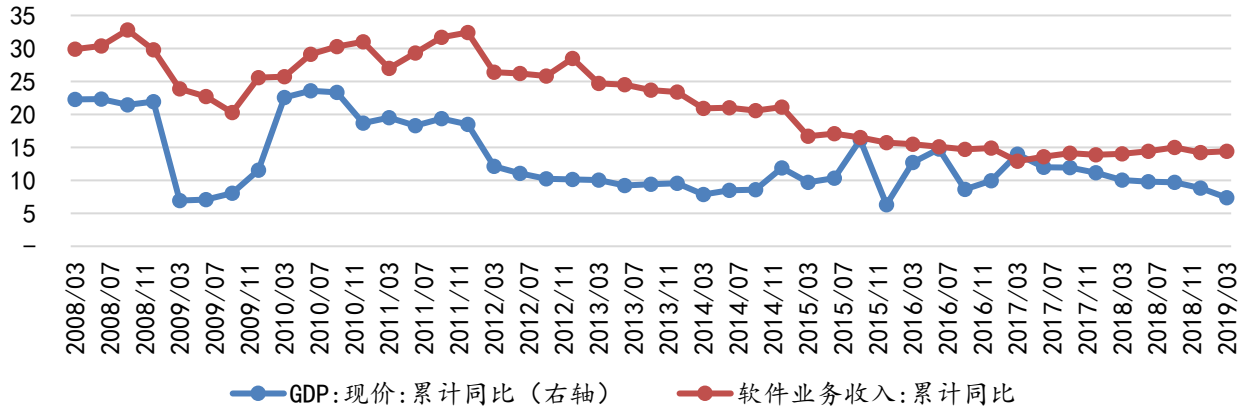
领域	可能的推动时间进度	潜在的行业催化剂
自动驾驶与车联网	L4 商用时间点预计在 2022-2023 年。	高端传感器成本的进一步下降；标杆车企（如宝马等）在自动驾驶上投资力度的进一步加大；高精度地图实现规模化制图；各级政府在车联网基础设施建设上投资加大（如高速公路铺设大量 RSU、ETC 进入城市内停车场等）。
VR/AR	AR 推进落地速度可能加快，需要结合行业知识深挖应用场景；VR 直播可能最容易商业化落地。	显示、芯片计算能力的提升从而降低眩晕感；内容生产成本的明显下降以及现象级 VR 内容的持续发布；行业标准的完善；高端硬件设备的成本的下降；运营商加大 VR 设备推广力度。
云游戏	2021-2022 年有望商业化落地。	云游戏商业模式的进一步清晰；网络加速和传输成本的下降；游戏版号审批的进一步加速且高画质重度游戏占比提升。
超高清视频	广播电视、文教娱乐领域在 2021-2022 年有望加速推进落地。	超高清视频标准的进一步统一、完善以及新的国标的建立；超高清视频内容生产能力的提升；日本奥运会和北京冬奥会如期开幕；央视及地方主要超高清 4K 频道建设的加速落地。
视频监控与安防	由于视频监控的分布比较分散，需要 5G 基础设施铺开之后方可带动 4K 超高清监控设备上量。	无线摄像头、4K 超高清摄像头渗透率的提升；监控硬件成本的下降。

资料来源：国盛证券研究所

软件和信息技术服务业增速逐渐与 GDP 增速部分脱钩。历史上软件行业收入增速与 GDP 增速的变动基本保持一致。2017 年之后我国实际 GDP 增速开始缓慢下行，然而软件业务收入增速呈现上涨趋势。

云计算等信息化深化，行业增长保持高速。2019 年第一季度我国软件业务收入 14755 亿元，同比增长 14.4%，增速同比提高 0.4 个百分点。

图表 14：软件行业收入与 GDP 增速部分脱钩



资料来源：工信部、Wind，国盛证券研究所

二、 金融 IT 产业趋势加速推进

我们跟市场反复强调金融 IT 的行业特征为：业绩弹性大、壁垒深厚，关键变量是监管。根据近期陆家嘴论坛监管层发言以及产业趋势，资本市场政策前瞻梳理：

1）科创板方面，纳入沪股通、引入做市商制度、IPO 老股转让、再融资办法、科创板指数、“T+0”交易等政策；

2）注册制在创业板试点，未来将在主板、中小板陆续推广；
3）扩大沪深股通的投资范围和标的；进一步完善沪伦通业务；拓宽 ETF 互联互通机制；
4）继续鼓励和支持外资金融机构设立或控股证券基金期货机构；
5）金融市场放开方面，支持上海股票市场交易所债券市场、期货和金融衍生品市场开放发展；
6）国有大行可能获得券商牌照；头部券商或加速整合。

图表 15：资本市场政策前瞻

方面	政策前瞻
科创板	将科创板股票纳入沪股通标的；在科创板市场引入做市商制度；研究允许科创板 IPO 老股转让等创新制度；抓紧出台科创板再融资办法，推出小额快速再融资制度；发布科创板指数、研究推出相关产品和工具；t+0 交易制度试点
注册制	注册制在创业板试点，未来将在主板、中小板陆续推广
资本市场互联互通	扩大沪深股通的投资范围和标的；进一步完善沪伦通业务；拓宽 ETF 互联互通机制
外资引入	继续鼓励和支持外资金融机构设立或控股证券基金期货机构，为外资机构创造公平良好的市场环境
金融市场放开	重大改革在上海先行，支持上海股票市场交易所债券市场、期货和金融衍生品市场开放发展
证券行业整合	国有大行可能获得券商牌照；头部券商或加速整合

资料来源：相关政府官网及上海证券报等媒体，国盛证券研究所

金融 IT 领军的高壁垒体现为：
1）技术和经验优势。金融机构对于业务系统的稳定性和安全性要求极高，相关厂商在行业内积累了多年经验和技术，短期来看难以被超越，如恒生电子的投资交易系统、长亮科技的银行核心业务系统等。
2）行业口碑和渠道粘性高。行业领军公司花费多年建立的行业口碑，形成了极强的渠道粘性。从客户角度，系统替换成本极高。因此，往往头部厂商市占率较高。
3）行业集中度较高。例如，恒生电子在证券集中交易系统市占率为 50%、基金投资交易管理系统市占率为 83%。线上流量领军同花顺的 DAU 可以达到 2000 万。

图表 16：恒生电子核心产品在细分领域市占率

行业	证券	基金	保险	银行	信托	期货
核心产品	集中交易系统	投资交易管理系统	投资交易管理系统	综合理财平台	投资交易管理系统	交易管理系统
市占率	50%	83%	92%	69%	88%	26%

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 17：同花顺主要智能投顾产品

名称	功能	特点	售价
金融大师	AI 大数据（揭示活跃机构资金）、大盘趋势（多维智能分析系统）、九维理念（高端股票池系统）、板块题材热点（大数据挖掘）、VIP 服务（专业投顾服务）	AI 技术为选股+择时+风控赋能：涵盖市场专业选股方法，机器学习助力量化择时，科学风控规则严格执行等	金融大师 AI 大数据，80000 元/年；金融大师超级会员，238800 元/年
财富先锋	股票池系统、买卖点系统、拓赢数据分析系统、拓赢风险控制系统、财富先锋特色功能、智能交易委托、主力雷达系统、盘中决策系统、智能决策系统	六大功能体系（选势、选股、选时、交易、智能、服务），四位一体（选股、策略、买卖、预警）	财富先锋至尊版，32800 元/年；财富先锋超级会员，108800 元/2 年

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

长期来看，恒生电子作为证券 IT 顶级领军未来拥有十倍成长空间。1）根据 IDC 等相关数据，参照国内银行 IT 和保险 IT 每年 20%市场规模增速，在资本市场大力发展的情况下，预计证券 IT 市场规模增速在 25%，即未来三年市场规模翻倍、达到 200 亿以上。2）海外对标角度，FIS 作为全球级金融 IT 领军，2019 年 FIS 收入达到 103.33 亿美元，其中北美地区收入为 78.59 亿美元。同期恒生电子营业收入为 38.72 亿元，与 FIS 相差十倍以上。另外考虑两家公司市值规模以及所处资本市场规模，长期来看，恒生电子未来拥有十倍成长空间。

互联网资管领军技术和流量的积累在资本市场高峰期有望爆发。1）同花顺自上市起就有各类量化非专利技术，2018 年财报显示已经获得“基于深度学习的个股交易系统”、“基于人工智能的组合管理优化”等人工智能领域非专利技术，标志公司已具备人工智能投资的技术储备。2）“金融大师”和“财富先锋”是公司付费 PC 产品线里面向 C 端的主要投资机器人产品。如“金融大师”利用 AI 技术为选股、择时、风控赋能，产品功能主要有 AI 大数据（揭示活跃机构资金）、大盘趋势（多维智能分析系统）、九维理念（高端股票池系统）等。3）2019 年同花顺手机端 APP 的 MAU 超过 4000 万、为国内第一，而 2015 年仅为 2000 万。AI 技术赋能下，以及资本市场高峰期，有望大幅提高各项业务变现空间。

图表 18：恒生电子与 FIS 对比

公司	2019 年营业收入	公司市值	所在资本市场总规模
恒生电子	38.72 亿元	1109 亿元	约 65 万亿元
FIS	78.59 亿美元（仅考虑北美）	916 亿美元	约 46 万亿美元

资料来源：Wind，国盛证券研究所；更新日期：20200807

金融 IT 领军公司投资主线：

东方财富：互联网基因成长型券商，叠加基金牌照落地，资本市场高峰期盈利弹性强。2020H1 业绩增速超预期，佐证流量和成本优势。

恒生电子：金融 IT 全线领军企业，资本市场受监管层高度重视、新政落地不断，最有望长期受益。金融云/AI 应用深化，有望提升客户粘性和盈利空间。

同花顺：多重 Beta 属性的互联网流量领军企业，APP 月活超过四千万，且风险偏好较高、具有多种变现可能。资本市场高峰期，C 端 AI 投顾及导流等业务业绩爆发性极强。

长亮科技：银行 IT 领军企业，2019 年海外业务收入高增，佐证产品和品牌的全球级竞争力。公司还与华为深度合作助力金融企业出海，还受益于央行数字货币推出。

建议关注：科蓝软件、高伟达、财富趋势、京北方、宇信科技、顶点软件、金证股份、古鳌科技、新大陆、新国都、上海钢联。

T+0 投资主线：恒生电子、财富趋势、顶点软件、金证股份、东方财富、同花顺、古鳌科技。

区块链行业迎政策拐点，2019 年底已上升至国家战略高度。据新华社消息，中共中央

政治局 2019 年 10 月 24 日下午就区块链技术发展现状和趋势进行第十八次集体学习，强调区块链技术的集成应用在新的技术革新和产业变革中起着重要作用。我们要把区块链作为核心技术自主创新的重要突破口，明确主攻方向，加大投入力度，着力攻克一批关键核心技术，加快推动区块链技术和产业创新发展。

大国竞争之下，央行数字货币“呼之欲出”。

1）金融领域最大应用即为数字货币，而国内数字货币由央行主导。DCEP 由时任央行行长的周小川 2018 年 3 月 9 日在十三届全国人大一次会议“金融改革与发展”主题记者会上首次提出：央行研发的法定数字货币的名字是“DC/EP”（DC，digital currency，数字货币；EP，electronic payment，电子支付）。

2）在区块链这场技术浪潮中，无论是中国和美国都想要获得先发的优势，而数字货币作为区块链发挥去中心作用、进行价值传输的工具，世界大国都想争夺这一法币之外的货币的话语权。而 6 月 18 日，Facebook 已经发布 Libra 白皮书，由此引发了世界各国央行的关注与讨论。全球央行开始密集释放研发数字货币的信号。因此，央行数字货币具有国家战略高度。

3）2020 年 1 月 10 日，央行明确基本完成法定数字货币顶层设计、标准制定、功能研发、联调测试等工作。首批试点名单共有 4 地，分别是苏州、雄安、成都和深圳。

双层架构和市场化决定了商业银行 IT 端投入将明显加大；便捷匿名的“双离线支付”带来线下支付终端的大量升级改造需求。

投资主线：

1）银行 IT：长亮科技、宇信科技、高伟达、京北方、科蓝软件。建议关注：神州信息、南天信息。

2）支付终端及场景服务：新大陆、优博讯、拉卡拉、新开普、新国都。

3）加密端：格尔软件、数字认证。

4）其它细分行业领军：广电运通、飞天诚信、恒生电子、易见股份、金财互联。

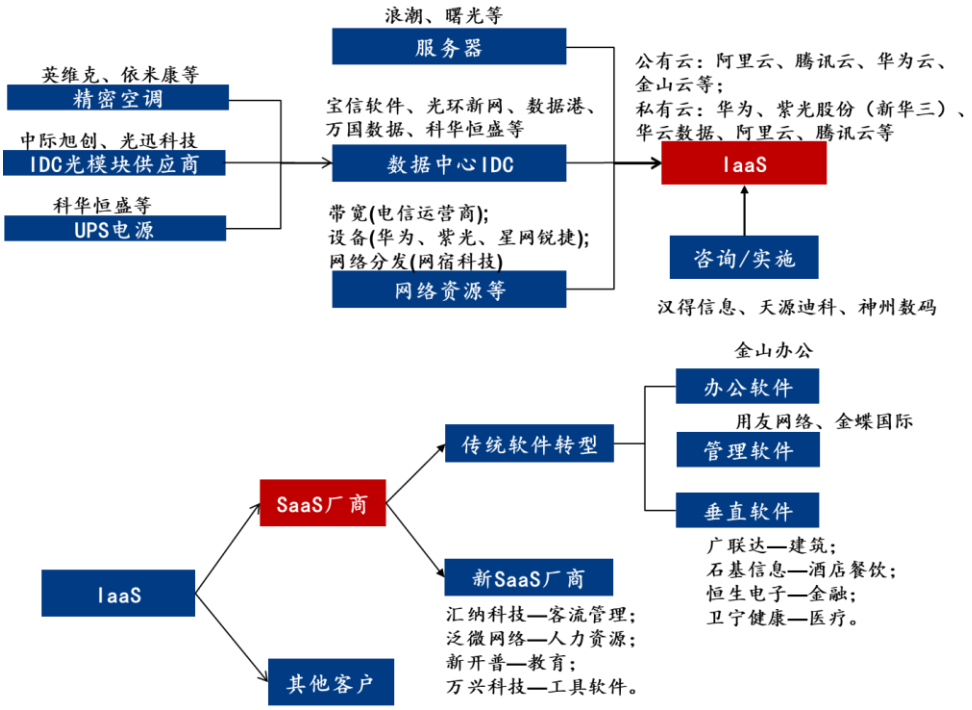
三、 加速转云：北美 2013

云计算的集中度进一步提升在公有云领域已经得到很明显的体现，头部参与者的市场份额不断提升。

全球范围：前四大公有云巨头（Amazon、微软、阿里巴巴、google）在 2019 年的市场份额总和为 59.9%，2018 年市场份额总额为 55.2%。

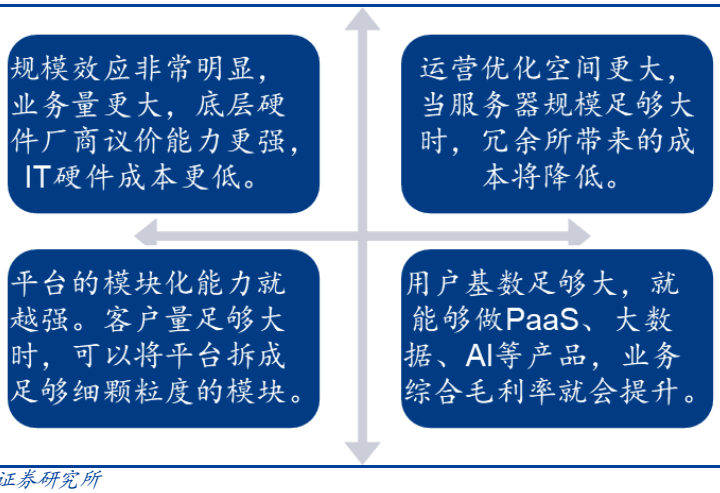
国内范围：前四大公有云厂商阿里云、腾讯云、华为云、百度云的市场份额总额也从 2017 年的 61.8%提升到了 81.8%。

图表 19：云计算产业链



资料来源：相关公司公告，国盛证券研究所

图表 20：云计算厂商的头部效应



资料来源：国盛证券研究所

图表 21：全球范围内公有云 IaaS 市场份额（单位：亿美元）

公司	19 年收入	19 份额	18 年收入	18 份额	19 同比
AWS	346	32.30%	254	32.70%	36.00%
MicrosoftAzure	181	16.90%	110	14.20%	63.90%
GoogleCloud	62	5.80%	33	4.20%	87.80%
AlibabaCloud	52	4.90%	32	4.10%	63.80%
Others	430	40.10%	349	44.80%	23.30%
合计	1071	100.00%	778	100.00%	37.60%

资料来源：Catalyst，国盛证券研究所

SaaS 领域：软件 SaaS 化实现数据与资源的全面流通，领先者市占率更上一层楼。垂直细分领域具有龙头企业，市占率高，用户粘性强，例如建筑、餐饮等，云转型后市占率有望进一步提升。

国外：Salesforce。成立 20 年以来，云 CRM 逐渐侵蚀传统软件份额，2018 年市占率 20%。

国内：广联达。目前广联达云转型已取得初步成效，实际渗透率提升明显。造价领域竞争对手鲁班与神机妙算底层采用的是 AUTODESK 产品，所以在转云的时候难以跟进。

图表 22：2018 年全球范围 CRM 行业市场占有率

公司	2018CRM 业务收入（亿美元）	2018 年 CRM 市场份额	2017CRM 业务收入（亿美元）	2017 年 CRM 市场份额
Salesforce	94.2	19.5%	76.5	18.3%
SAP	40.1	8.3%	34.7	8.3%
Oracle	26.7	5.5%	24.9	6.0%
Adobe	24.5	5.1%	20.2	4.8%
微软	13	2.7%	11.3	2.7%
其他	283.7	58.8%	249.6	59.8%
合计	482.3	100.0%	417.2	100.0%

资料来源：Gartner（2019），国盛证券研究所

图表 23：广联达 18-19 年造价云转型效果显著（单位：百万元）

	2017 年	2018 年	2019 年
造价预收账款余额	**130**	**414**	**894**
其中：计价	33	109	308
算量		104	283
信息	97	201	302
新签云转型合同额	**175**	**655**	**1400**
其中：计价	45	169	480
算量		163	446
信息	129	323	475
工程造价业务收入	**1643**	**2,057**	**2,472**
其中：云业务收入	45	370	921

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

Adobe：在过去的几十年仅提供视频、图像等软件技术服务，其客户使用上述软件技术进行广告等创意创作。2015 年顺利转变为一家 SaaS 企业，下游原本分散的视频和图像数据资源得以在云上集中，新业务的拓展也变得更加便捷。

产业链下游业务的外延收购，与现有产品形成协同，增加产品体系的广度。为了弥补 Adobe 在客户分析、营销方案推广等方面的不足，完善数字营销技术链，Adobe 开始挖掘自己使用自家软件的制作营销广告的可能性，逐步布局新业务蓝图，并通过收购获取广告营销内容制作技术、营销视频播放平台，开展数字营销服务。

图表 24：Adobe 通过外延收购开展数字营销服务

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

传统 IT 领域里，海内外差距已十分明显，追赶需要较长时间：

计算机技术在 20 世纪 40 年代的美国就已开始酝酿，而在 50 年代－60 年代即逐渐发展成熟；同一时代的中国，仍在市场和计划之间反复摇摆，1984 年才提出“有计划的商品经济”。

从市值体量对比来看，美国的 Apple、Microsoft、Amazon 的总市值都已经达到 1.7 万亿美元、1.6 亿美元、1.5 亿美元。对比之下，中国 ERP、财税、建筑领域的龙头公司的用友网络、航天信息、广联达的总市值都有望朝着 300 亿美元目标奋斗。

图表 25：国内企业服务领军企业市值远小于海外（2020 年 7 月 21 日）

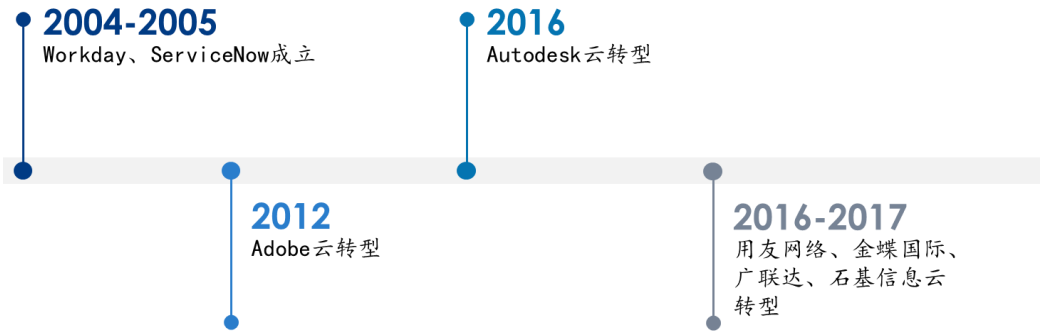
美国 IT 龙头	总市值（亿美元）	中国 IT 龙头	总市值（亿美元）
Apple	16,864	金山办公	254
Microsoft	16,058	用友网络	219
Amazon	15,462	深信服	136
Adobe	2,135	广联达	126
Sap	2,007	金蝶国际	84
Salesforce	1,724	泛微网络	26
Oracle	1,719		
Ibm	1,142		
Servicenow	842		
Intuit	773		
Autodesk	528		
Workday	443		

资料来源：Wind，国盛证券研究所

云计算应用下海内外差距有望拉近，中国 IT 有望实现弯道超车。中美云计算差距较小，中国云计算企业有望依托于国内庞大的实有企业和人口数量形成的生态圈，反哺云计算技术，从而推动 IT 技术向前迈进，实现弯道超车的可能。

从时间来看，在 IaaS 层，美国与中国的起步相差仅 5-7 年左右。在 SaaS 层：Workday、ServiceNow 都是 2005 年才成立，云转型企业 Adobe、Autodesk 的 SaaS 化起点时间为 2012 年、2014 年。相比之下，我国 SaaS 云转型的领先企业用友网络、金蝶国际、广联达、石基信息的云转型时间在 2016-2017 年期间。

图表 26：SaaS 层中美云计算厂商差距



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

海外与国内的云计算 SaaS 公司，如使用 PE 估值法分析，会发现传统软件公司普遍使用的 PE 估值法失效，目前资本市场习惯用 PS 估值法对云计算 SaaS 公司评估。

快速发展后可迅速转化成可接受 PE。较高的 PS 能在收入较快成长后迅速下降，且面向未来的销售费用和研发投入一旦减少，稳定利润率将使 PE 回到可接受范围。云计算企业通常在稳定期理论净利润率有望达到 30-40%。若假设两年后降低投入且进入稳定期，实际上云计算领军企业市盈率将进入可接受范围。

图表 27：海外主要 SaaS 公司情况

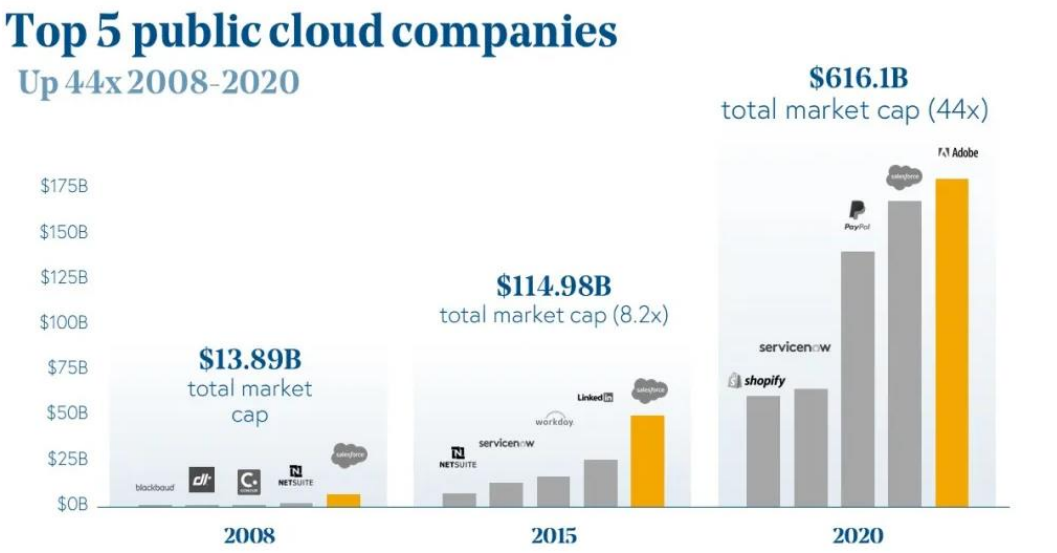
证券简称	总市值(亿元)	PS(TTM)	19 年收入 YoY	两年后 PS（假设收入增长率不变）	稳定后市盈率(假设净利润率 35%)
Adobe	2,080.7	17.3	23.7%	11.3	32.3
Slack	182.5	26.2	57.4%	10.6	30.2
Autodesk	514.2	15.0	27.4%	9.2	26.4
Salesforce	1,707.9	9.4	28.7%	5.7	16.2
Intuit	744.2	10.9	12.6%	8.6	24.6
Servicenow	788.0	21.2	32.6%	12.0	34.4
Workday	436.3	11.4	28.5%	6.9	19.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所

海外云计算虽经历二十年增长，现在才刚开始。回顾云计算历史，2000 年新兴的云计算公司包括 Salesforce、Netsuite 和 Paypal，但价值达 10 亿美元的云计算公司一家都没有。但是在 20 年内，大量云计算巨头企业迅速成长壮大，2008 年云计算前五大公司的总市值约为 140 亿美元，2020 年云计算前五大公司的总市值已经超过 6160 亿美元，是 2008 年的 44 倍，是 2015 年的 5.3 倍。

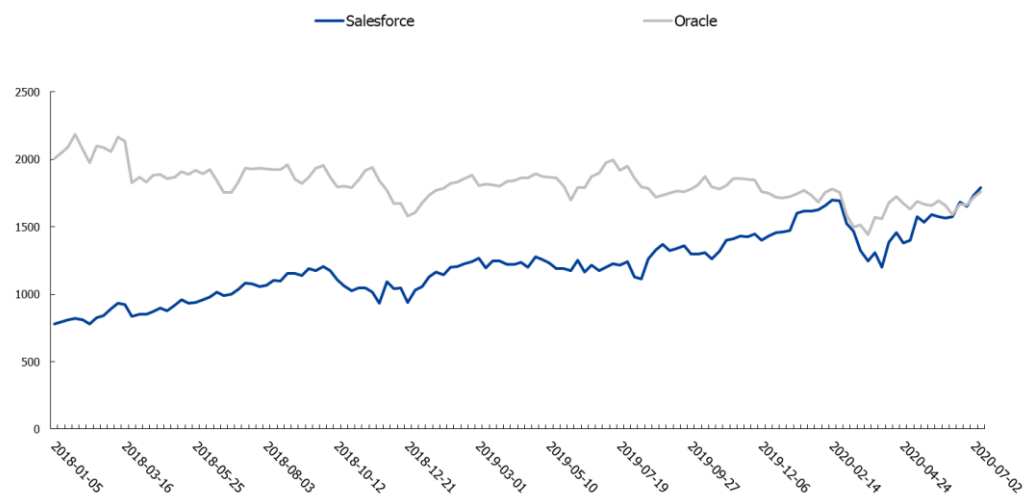
部分云计算公司甚至超越了传统软件巨头的市值。Adobe 转云后目前市值超过 2000 亿美元，Salesforce 的目前市值约为 1700 亿美元，Salesforce 的市值也在今年超过了其长期以来的竞争对手之一 Oracle。

图表 28：2008 年至 2020 年前五大云计算公司的市值增加了 44 倍



资料来源：《2020 年云计算行情》，国盛证券研究所

图表 29：Salesforce 的市值超过了其竞争对手之一 Oracle（单位：亿美元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

金山办公：SaaS 订阅客户付费率仅为 3%左右，存在极大提升空间。

SaaS 订阅客户的付费率较低，存在极大提升空间。截至 2019 年 12 月 31 日，公司主要产品月度活跃用户（MAU）已达到 4.11 亿，同比增长 32.6%。其中，2019 年度累计的年度付费个人会员数达到 1202 万，同比增长 104.4%。从付费率的角度来看，目前金山办公约为 3%。

图表 30：主要产品月度活跃用户数变动情况（单位：亿）

	2018 年 12 月	2019 年 12 月	年度同比
主要产品 MAU（亿）	3.10	4.11	32.6%
其中：WPS Office 桌面版 MAU	1.20	1.54	28.3%
WPS Office 移动版 MAU	1.81	2.48	37.0%
其他产品 MAU	0.10	0.10	0.0%
累计付费用户数（万）	588	1202	104.42%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

在国人的付费习惯上面，可以参考视频网站爱奇艺模式，截至 2020 一季度，爱奇艺付费订阅会员数已经达到 1.18 亿人，并且季度 ARPU 值连续 3 个季度提升。一旦金山办公的 WPS 开始重视用户的变现，开启全员收费的商业模式，其付费率将有可能是目前的 3-6 倍，ARPU 值也将随着用户忠诚度和产品实用度快速提升，公司的收入也将随之指数型增长，公司市值天花板仍然远未达到。

我们对金山办公的 WPS 会员收入和稻壳会员收入的敏感性分析，WPS 会员未来 5 年的年收入区间约为 4.3 亿元-16.2 亿元，稻壳会员未来 5 年的年收入区间约为 2.5 亿元-11.7 亿元。即乐观估计可以在 5 年内达到 28 亿元年收入。此外，如果考虑云文档、云存储等功能一旦进入到变现阶段，也将推动 ARPU 值显著提升。

图表 31：WPS 会员收入敏感性测算（单位：亿元）

		WPS 会员付费率						
		4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%
WPS 会员 ARPU（元）	60	4.3	5.4	6.5	7.6	8.6	9.7	10.8
	65	4.7	5.9	7.0	8.2	9.4	10.5	11.7
	70	5.0	6.3	7.6	8.8	10.1	11.3	12.6
	75	5.4	6.8	8.1	9.5	10.8	12.2	13.5
	80	5.8	7.2	8.6	10.1	11.5	13.0	14.4
	85	6.1	7.7	9.2	10.7	12.2	13.8	15.3
	90	6.5	8.1	9.7	11.3	13.0	14.6	16.2

资料来源：公司公告，国盛证券研究所假设

图表 32：稻壳会员收入敏感性测算（单位：亿元）

		稻壳会员付费率						
		2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%
稻壳会员 ARPU（元）	35	2.5	3.2	3.8	4.4	5.0	5.7	6.3
	40	2.9	3.6	4.3	5.0	5.8	6.5	7.2
	45	3.2	4.1	4.9	5.7	6.5	7.3	8.1
	50	3.6	4.5	5.4	6.3	7.2	8.1	9.0
	55	4.0	5.0	5.9	6.9	7.9	8.9	9.9
	60	4.3	5.4	6.5	7.6	8.6	9.7	10.8
	65	4.7	5.9	7.0	8.2	9.4	10.5	11.7

资料来源：公司公告，国盛证券研究所假设

信创落地进程中，未来 5 年 WPS 将释放 60.8 亿市场空间。全国的党政机关各个部门人员用的电脑共有 2000 万，未来还将逐步渗透到国资委下的企业。根据统计局数据，2015 年全国党政机关公务员超过 700 余万人，事业单位编制人员 3100 余万人、中央企业员工 200 余万人，总数合计约 5000 万人。

我们按照截止 2022 年，2000w 台替换电脑测算，政府部门多以场地面积授权方式付费，假设 Linux 版本的 WPS office 价格为 960 元/3 年/台，即 320 元/年/台。WPS 的竞争对手还有永中 Office，但是 WPS 的市占率达到 95%以上，释放 60.8 亿市场空间。

图表 33：WPS 安可空间测算

替换数量（万台）	2000
付费方式	按数量授权付费
单机价格（元）	320
WPS 市占率	95%
市场空间（亿）	60.8

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

广联达：从软件企业到云计算企业再到智能企业，边界无限拓宽。

非公开发行募集资金，进一步夯实造价及施工业务的优势。广联达是数字建筑平台服务商，收入构成目前以造价业务和施工业务为主。2017 年至今，公司造价业务的云转型持续推进，造价业务的商业模式由销售软件产品逐步转向提供服务的 SaaS 模式。

2020 年公司顺利完成定增，募集资金 27 亿元，用于造价大数据及 AI 应用项目、数字项目集成管理平台项目、BIMDeco 装饰一体化平台项目、BIM 三维图形平台项目、广联达数字建筑产品研发及产业化基地及偿还债券等项目。

此次定增大部分募集资金投入到公司的主业造价业务和施工业务中，将推动公司从传统造价软件企业向云计算企业和智能企业迈进，其中：

- 造价大数据及 AI 应用项目：公司造价产品已升级到第二代以云计价和云算量为代表的“云加端” 产品，通过有效的数据积累为后续数据类增值应用打好基础。开发基于造价大数据及 AI 应用的智能计价与智能算量的下一代造价产品，有利于提高公司数据增值服务和提高客单价。
- 数字项目集成管理平台项目：数字项目集成管理平台通过将业务提炼成公共组件，并对组件产生的公共数据进行统一管理调用，打破了原有的业务和数据的壁垒，最终实现业务和信息互通，解决了传统模式下的信息孤岛难题。
- BIMDeco 装饰一体化平台项目：主要助力装饰产业实现数字装饰，是数字建筑的另一组成部分，同时也是公司在造价及施工业务之外的又一领域探索。
- BIM 三维图形平台项目：由于国内缺少自主知识产权的三维图形平台，因此打造 BIM 三维图形平台利于实现建筑软件自主安全可控，进一步增强国产建筑软件核心竞争力。
- 广联达数字建筑产品研发及产业化基地：打造西安研发中心，为公司研发提供技术人才资源。

图表 34：广联达非公开发行股票募集资金用途（单位：万元）

投资项目	项目投资总额	募集资金拟投入金额
造价大数据及 AI 应用项目	25,828.75	24,663.93
数字项目集成管理平台项目	50,409.07	48,821.79
BIM Deco 装饰一化平台项目	24,547.03	23,678.44
BIM 三维图形平台项目	25,012.35	17,312.69
广联达数字建筑产品研发及产业化基地	80,000.00	74,444.57
偿还公司债券	78,500.00	77,427.68
	284,297.19	266,349.10

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

横向提高数字造价 ARPU 值，纵向深入拓展建筑信息化各个领域。横向提高客单价方面，在造价业务 SaaS 化成功的基础上，公司将融合人工智能、大数据、云计算等技术，打造广联达工程造价大数据及 AI 应用平台及相关产品和服务，还可以向公司其他业务线提供 AI 能力复用，与数字施工业务、供应商业务、教育培训业务及政务业务形成协同效应；纵向拓展其他领域方面，公司通过进入到装饰领域、设计领域，深化公司在建筑信息化各个领域的布局。

考虑造价业务转型成功后，盗版用户及竞争对手用户转移到广联达的产品，以及增值服务带来的 ARPU 值提升，广联达的造价业务的年收入可超过 50 亿元。

图表 35：转型后考虑增值服务广联达造价业务市场空间可超过 50 亿元

转型前			
	计价	算量	
付费用户数量（万）	36	36	
ARPU（元/套）	7000	15000	
广联达收入（亿元）	25.2	54	
平摊到 5 年周期，每年平均收入	5	10.8	
转型后			
	计价	算量	增值服务
付费用户数量（万）	60	60	60
ARPU（元/年）	2900	3900	3000
广联达年收入（亿元）	17.4	23.4	18

资料来源：公司公告，国盛证券研究所测算

施工信息化业务的潜在收入空间可达百亿规模。工程项目是施工企业的基本工作单元，2016 年我国施工项目数为 79 万个，平均每个项目的投资额为 1.41 亿元，如果每个项目在施工阶段投入 15 万元到信息化，占比仅为投资额的 0.1%左右，那么施工阶段软件市场在中国可达千亿级别。如果广联达在施工业务的市占率达到 10%，那么广联达的施工收入将达到百亿级别。

图表 36：2014-2016 年全国施工项目和新开工项目情况

	2014 年	2015 年	2016 年
全国施工项目计划总投资（亿元）	976,694	1,018,692	1,120,561
同比		4.3%	10.0%
施工项目数（个）	585,091	663,683	790,252
同比		13.4%	19.1%
新开工项目计划总投资（亿元）	386,748	408,019	493,295
同比		5.5%	20.9%
新开工项目数（个）	413,004	494,602	617,450
同比		19.8%	24.8%

资料来源：发改委网站，国盛证券研究所

BIMDeco 装饰一体化业务是数字建筑的另一组成部分，是公司在造价及施工业务之外的又一领域探索，BIMDeco 以装饰 BIM 为基础，打通设计、预算、施工的项目全过程，通过三维建模工具，实时渲染技术，实现工程项目虚拟与现实数字孪生共存，从而帮助公装领域相关企业逐步实现 BIM 化设计、工业化生产与数字化、装配式施工。

卫宁健康：推出 WinCloud 计划，引领医疗行业 SaaS 变革。

发布 WinCloud，宣告开启 SaaS 转型之路。医疗信息化产品一直以来存在定制化程度高，难以完全产品化，实施交付流程长等痛点，SaaS 化解决了医疗信息化产品的痛点：1）“1+X” 数字生态解决医院各类定制化需求；2） 云端交付解决实施交付周期较长问题； 3) 大量医疗数据的交互与互联互通需求，包括在院内、线上线下、以及医院与医联体和医保局等场景。云原生的 WinCloud 可以部署在云端，上面可以生长出很多内容，包括传统的线下业务产品、线上互联网产品、甚至第三方的产品，都可以基于未来的产品来进行生长来打造一个完整的产品生态。基于这个产品生态往外进行辐射，可以跟政府进行连接，跟产业的上下游进行连接，从而实现全面云化的 WinCloud 生态打造。

转云后的卫宁估值天花板被大幅抬高。我们假设：1）WiNEX 产品（仅包括数据中台、业务中台与技术中台）在医院平均订阅服务年费为 232 万，第一年初装费用为 150 万。

而订阅服务年费可以随着医院应用市场以及模块增加可以逐步提高。2）2020-2024 年公司实现订阅制收费的医院数量分别为 30/100/180/300/500 家，公司 2019 年医疗卫生机构用户已经超过 6000 家，其中三级医院数量超过 400 家；3）公司全面推广 WiNEX 产品，未接受订阅制付费的医院的订单在行业趋势保持快速增长。

图表 37：公司云收入预测

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
上云医院数量（家）	30.00	100.00	180.00	310.00	500.00
订阅服务年费（万元）	0.70	2.32	4.18	7.19	11.60
初装费(万元)	0.45	1.05	1.50	1.95	2.85
云业务计入预收款（亿元）	0.52	1.52	2.55	4.11	6.50
云业务计入当期收入（亿元）	0.63	1.85	3.12	5.03	7.95
云业务财报表观收入（亿元）	1.15	3.37	5.68	9.14	14.45
增速（%）		194.07%	115.3%	61.1%	58.1%

资料来源：国盛证券研究所测算

图表 38：公司传统业务收入与利润预测

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
收入（亿元）	18.24	22.20	26.57	31.07	35.80	40.30
增速		21.66%	19.69%	16.94%	15.24%	12.56%
净利润（亿元）	3.98	5.39	6.72	8.36	10.20	12.09
净利率	21.82%	24.30%	25.30%	26.90%	28.50%	30.00%
增速		35.51%	24.62%	24.34%	22.09%	18.48%

资料来源：国盛证券研究所测算

预计公司 2020-2024 年云业务表观收入分别为 1.15/3.37/5.38/8.76/14.60 亿元，传统订单业务由于 WiNEX 产品上线，实施成本降低，交付周期缩短，规模效应逐步体现，2020-2024 年收入分别为 22.20/26.57/31.07/35.80/40.30 亿元。

四、 信创进入收获期，数据库为最后一公里

自主可控产业链可分为四部分：

1）IT 基础设施：主要指 CPU 芯片、服务器、存储、交换机、路由器，这些是信息安全的基础，国产化替代空间巨大；

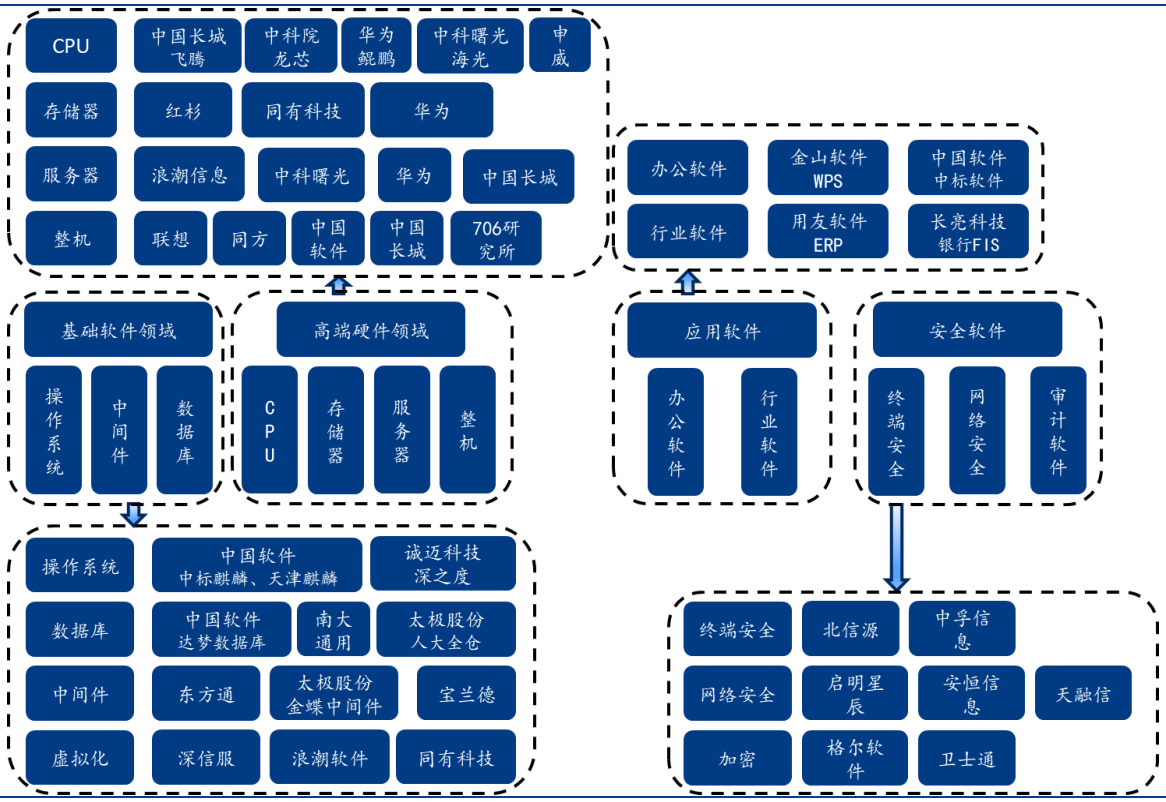
2）基础软件：主要指操作系统、数据库、中间件，随着基础软件技术逐渐成熟，国内厂商积极抢占国外巨头市场份额；

3）应用软件：主要指为不同行业领域用户需求而提供的软件，比如 ERP 领域、电力行业、金融行业、政务应用、办公软件，目前国产化替代逐渐从基础软件向高端软件渗透；

4）信息安全：主要指边界安全产品、终端安全产品、安全管理产品，目前国产信息安全产品可基本替代国外同类产品。

国产终端大体上相当于 Wintel 3-5 年前的水平，技术上可以实现完全替代。Linux 操作系统与 windows 的比较，最大缺陷是缺少大量行业软件支持的生态问题，但是国内应用软件成熟度日益提高改善整体生态水平，可以说国产 CPU+操作系统正从“可用”向“好用”发展。

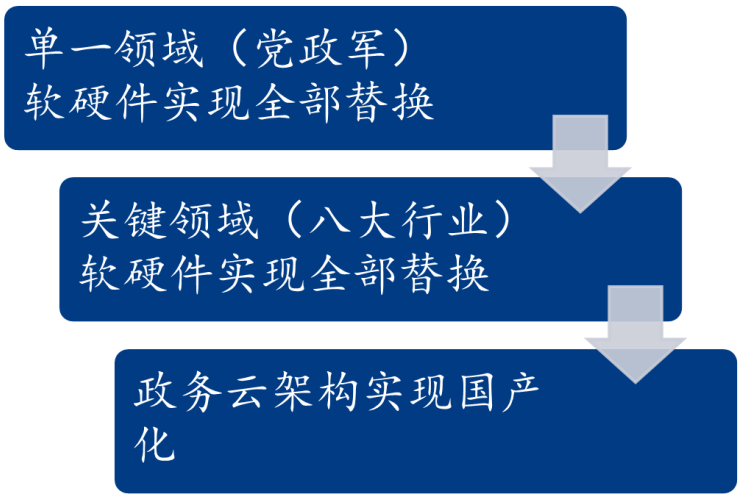
图表 39：安全可控产业链



资料来源：《倪光南：从中美贸易摩擦看科技自主创新的机遇与挑战》，国盛证券研究所

从进展上看，2019 年信创产业主要在党政军领域进行试点。2020 年，党政军进入全面推广阶段，八大行业试点逐步展开，其中金融行业已进入规模性试点阶段，未来有望实现政务云架构的全面国产化。

图表 40：信创全面推广进程

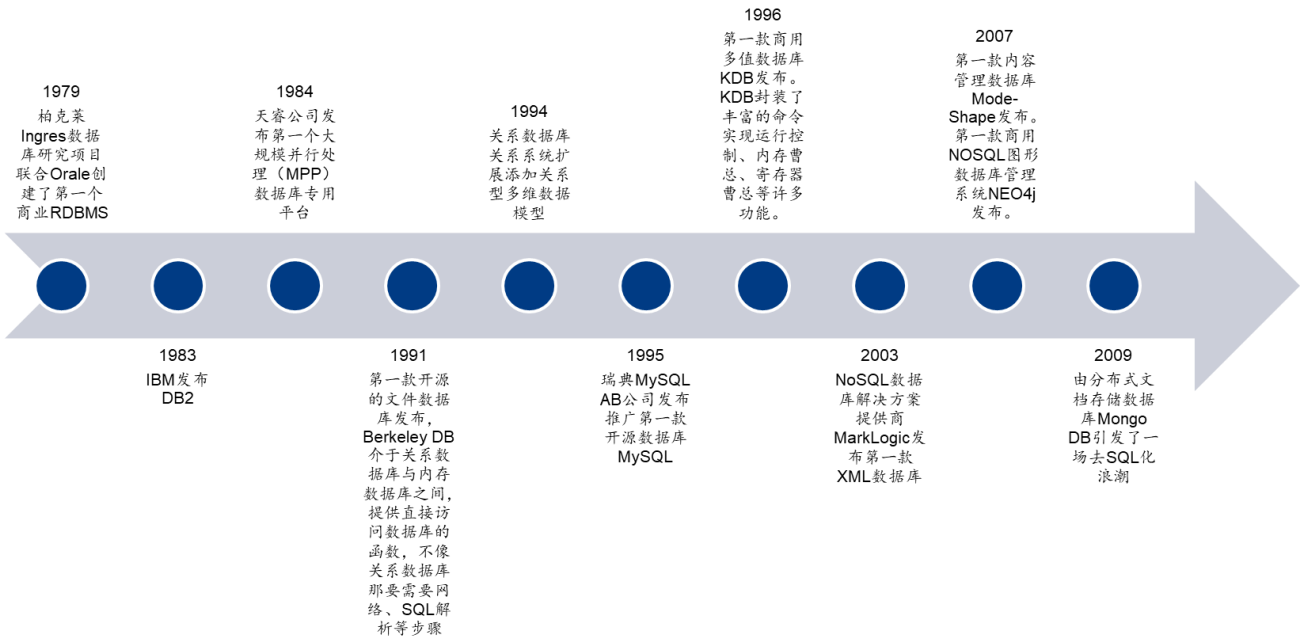


资料来源：《倪光南：从中美贸易摩擦看科技自主创新的机遇与挑战》，国盛证券研究所

数据库的发展历史反映了产品要随着结构复杂化、数据独立性、冗余度和控制功能不断进化。数据库系统阶段是从 60 年代后期开始的，数据库中的数据不再是面向某个应用或某个程序，而是面向整个企业(组织)或整个应用的。数据库系统阶段的特点是：1. 采用复杂的结构化的数据模型，数据库系统不仅要描述数据本身，还要描述数据之间的联系。这种联系是通过存取路径来实现的。2. 较高的数据独立性，数据和程序彼此独立，数据存储结构的变化尽量不影响用户程序的使用。3. 最低的冗余度，数据库系统中的重

复数据被减少到最低程度，这样，在有限的存储空间内可以存放更多的数据并减少存取时间。4. 数据控制功能，数据库系统具有数据的安全性，以防止数据的丢失和被非法使用；具有数据的完整性，以保护数据的正确、有效和相容；具有数据的并发控制，避免并发程序之间的相互干扰；具有数据的恢复功能，在数据库被破坏或数据不可靠时，系统有能力把数据库恢复到最近某个时刻的正确状态。

图表 41：数据库发展历史



资料来源：数邦客，国盛证券研究所

数据库产品需要与技术和场景结合。当前有许多研究是建立在数据库已有的成果和技术上的，针对不同的应用，对传统的 DBMS，主要是 RDBMS 进行不同层次上的扩充，例如建立对象关系(OR)模型和建立对象关系数据库(ORDB)。面对场景上比如面向工程，面向地图系统，面向设计类等特定的领域。这一类数据库会对业务场景进行深入理解，分析其中的数据模型，特性，数据流的梳理特点，从而定制形成专属的更符合业务场景的，在性能，交互，事务处理方面更好表现的数据库。

图表 42：数据产品需要与技术和场景结合

名称	时间	类型	研发团队	备注
IMS	1969	层次模型	IBM	
System R	1974	关系模型	IBM	DB2，ORACLE 原型
INGRES	1974	关系模型	IBM	第一个关系型数据库，PG 原型
ORACLE	1979	关系模型	ORACLE	基于 System R
Sybase	1988	关系模型	Sybase	Robert Epstein，基于 ingress
SQL Server	1989	关系模型		复制 sybase
INFORMIX	1980s	关系模式	INFORMIX	
MySQL	1995	关系模型	MySQL AB	
POSTGRESQL	1995	关系模型	Stonebraker	基于 ingress

资料来源：知乎，国盛证券研究所

主流数据库主要是以 MySQL，Oracle，PG 等为基础的。数据库是指长期存储在计算机内有组织的、可共享的数据集合。数据库中的数据按一定的数据模型组织、描述和存储，具有较小的冗余度、较高的数据独立性和易扩展性，并可为各种用户共享。“共享”

是指数据库中的数据，可为多个不同的用户、使用多种不同的语言、为了不同的目的而同时存取数据库，甚至同一块数据也可以同时存取；“集合”是指某特定应用环境中的各种应用的数据及其数据之间的联系(联系也是一种数据)全部集中地按照一定的结构形式进行存储。传统主流的数据库主要以 MySQL，Oracle，PG 等为基础的。

图表 43：主流数据库技术品牌、服务与架构

资料来源：数邦客，国盛证券研究所

国产数据库市场规模达 268 亿元。2016 年人社局数据表示全国公务员数量为 716.7 万人，统计局数据表示国有单位在业人员 5739.7 万人，全国 PC 存量 PC 台数近 3 亿。在不考虑民用消费市场的前提下，我们基于政务市场和事业单位的保守假设，基于政务市场、事业单位和央企国企的中性假设下，预测其潜在市场空间分别达到 108 亿元和 268 亿元。

图表 44：国产数据库市场空间预测

细分市场	服务器数量（万台/年)	数据库数量（万台/年）	单价（万元/台）	市场规模（亿元/年）
政务市场	20	4	12	48
事业单位	30	6	10	60
央企国企	20	4	10	40

资料来源：globalmarketmonitor，国盛证券研究所

国内数据库行业呈现出三大核心竞争阵营，一是以阿里、腾讯和华为科技巨头为代表的云数据厂商；二是以武汉达梦、南大通用和神舟通用为代表的传统国产厂商；三是以科蓝软件外延并购的 SUNJESOFT 为代表的厂商。

图表 45：国内数据库三大核心竞争阵营

科技巨头	传统国产厂商	外延并购厂商
腾讯 TDSQL 关系型数据库	人大金仓 HTAP 分布式数据库	科蓝软件收购的 SUNJESOFT
腾讯云 Tbase	南大通用 Gbase 8a MPP Cluster	创意信息收购万里开源数据库 GreatDB
阿里云 DRDS	神通数据库	
华为 GaussDB		

资料来源：globalmarketmonitor，国盛证券研究所

推荐标的：

信创进入全面推开阶段，产业加速发展，建议把握产业链核心机会。

1、操作系统格局渐明晰，持续推荐标的：中国软件、诚迈科技。

2、应用软件产业链：金山办公、科蓝软件、东方通、宝兰德、福昕软件。

3、集成与整机：太极股份、东华软件、华宇软件、中国软件、中国长城。

4、安全类受益公司：安恒信息、格尔软件、中孚信息、北信源、南洋股份、绿盟科技、启明星辰、卫士通。

五、 5G 模式渐明，软件定义汽车先行

1. 超高清赛道稳步推进，国产 AVS 有望弯道超车

上海上线首个超高清 4K 频道。2020 年 7 月 15 日，上海首个 4K 超高清频道“欢笑剧场频道”正式对外开播，该频道是在上海广播电视台原高清“欢笑剧场”频道基础上，保持名称和呼号不变调整升级而来，频道全天 24 小时播出，内容囊括影视剧、综艺、纪实、体育等门类。首播栏目包括《甄选影院》、《强档综艺》、《超清赛事》和《探索大发现》等。

图表 46：上海上线首个超高清 4K 频道

资料来源：欢笑剧场 4K 频道，国盛证券研究所

“5G+4K/8K 超高清直播示范平台”项目启动。，未来总台将以该项目为抓手，推动总台从传统技术布局向“5G+4K/8K+AI”战略转型，项目总投资 4.2 亿元，将在未来两年内完成，项目建设内容包括：

- 在总台北京总部和上海传媒港建设 5G+4K/8K 超高清制播系统
- 5G 超高清业务传输网络等基础设施
- 建设便携式 5G+4K/8K 直播编码传输系统
- AVS2/AVS3 标准超高清电视影院直播系统
- 5G 和超高清相关测试体系等

项目建成后，将首次实现基于 5G 技术的“云管端”全新业务模式，形成年产 10000 小时超高清节目制作能力，并全面对接总台电视、新媒体、电影平台，实现 4K/8K 超高清电视节目在各平台的直播、点播。

受到疫情冲击，超高清赛道推动进展低于预期。受到新冠疫情冲击、奥运会延期的影响，超高清赛道在 2020 年的落地推动进展一定程度上有所延缓。年内截至 2020 年 7 月，央视暂未看到超高清 4K 频道的落地播出（根据中央电视总台的 4K 超高清频道技术系统建设规划，原计划 2020 年 6 月之前完成体育、综艺、纪录片等 3 至 5 个频道 4K 超高清制播系统的建设，新增具备每天 30 小时的 4K 节目制作能力）。但是同时，新冠疫情也加速了在线教育、在线办公等多个新兴场景的普及，一定程度上弥补了疫情对于超高清传统赛道业务的冲击。

国产 AVS 视频编码期待弯道超车，产业未来有望看到进一步发展。面对海外的 H.265

收费乱局，国产的 AVS 标准有望突围，虽然目前 AVS2 相对 H.265 略有劣势，但是未来随着超高清产业的进一步发展，有望推动 AVS3 在性能方面相对 H.266 的超越，标准与产业需要同步发展，产业的前进给行业标准提供落地的土壤。未来随着新冠疫情的逐步控制、2021 年奥运会召开时间的逐渐临近，超高清赛道依然有望看到疫情压制逐步消失之后的快速恢复性发展。

2. VR 赛道进展低于预期，技术和内容同步推进方可走进千家万户

三大运营商在 2019 年底、2020 年初提出了 2020 年度的 VR 出货目标，合计约 600 万台，但截至目前目标完成度较低。中国电信在 2020 年的 VR 出货量目标就达到了 300 万台。而根据 2019 年 11 月 15 日，中国移动召开的 5G 泛智能终端渠道生态合作峰会上所发布的 2020 年终端产品规划，2020 年中国移动预计 XR 终端出货量为 200 万台（由于目前市场中相比 VR，AR 的市场体量较小，我们可以假设 200 万台基本为 VR 终端的预期出货数量）。中国联通在 2019 年 10 月 17 日的中国联通智慧生态合作大会上公布了 2020 年的 VR 发展目标，用户数从“试点”状态达到过 100 万。不过由于受到疫情对线下门店的影响，叠加内容端粘性、丰富度的相对欠缺。

图表 47：我国三大电信运营商 2020 年 VR 头显设备出货目标数量一览表

运营商	2020 年 VR 头显设备目标出货数量（万台）
中国电信	300
中国移动	200
中国联通	100

资料来源：中国移动《2020 年终端产品规划》，5G 产业圈，中国电信，新浪科技，国盛证券研究所

内容端出现破冰者，产业发展有望提速。2020 年 3 月 24 日，Valve 携 Half-Life 系列新作《半衰期：爱莉克斯》强势归来，好评如潮，Steam 社区首日就获 5000+评价，好评率 97%，我们认为该款游戏有望成为 VR 行业游戏内容端的破冰者，未来逐步推动 VR 产业的发展提速。

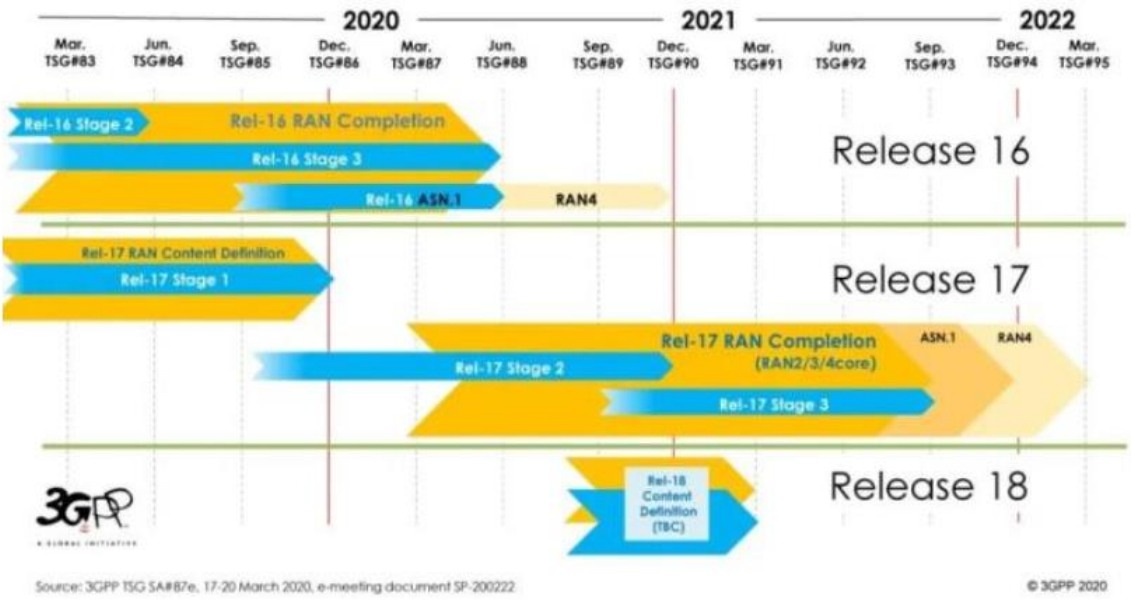
未来期待新技术的迭代进一步推动 VR 产业的发展。根据《日经亚洲评论》报道，Facebook 的“新”Oculus VR 头显将在 2020 年 7 月底开始大规模量产，而歌尔股份可转债项目也加码了 AR/VR 光学模组项目。Oculus 作为全球 VR 赛道的行业先驱依然在探索新的技术应用可能性，我们期待 VR 上能看到更高性能的计算芯片、更清晰和逼真的图像显示效果、更丰富的手部交互功能和眼球跟踪等高科技技术的落地，技术的更新迭代有望进一步推动 VR 产业的发展，VR 逐步走进人们的日常生活，而不仅仅是中高端游戏玩家的专有产品。

3. R16 标准冻结推动自动驾驶逐步落地，软件定义汽车先行

R16 标准冻结。2020 年 7 月 3 日晚，国际标准组织 3GPP 宣布 R16 标准冻结，标志 5G 第一个演进版本标准完成。R16 标准不仅增强了 5G 的功能，让 5G 进一步走入各行各业并催生新的数字生态产业，还更多兼顾了成本、效率、效能等因素，使通信基础投资发挥更大的效益，进一步助力社会经济的数字转型。

R16 进一步增加了自动驾驶落地的可能性。R16 标准增强了新空口（NR）在垂直行业应用的能力，尤其是对 TSN（Time Sensitive Networking）时间敏感网络的支持，同时通过引入组播和广播等多种通信方式，以及优化感知、调度、重传以及车车间连接质量控制等技术，实现 V2X 支持车辆编队、半自动驾驶、外延传感器、远程驾驶等。在当前车联网辅助预警场景的基础上促进增强 V2X 场景的应用，不仅加快车联网的商用落地进程，也进一步满足自动驾驶应用中对车联网通信的要求，促进车联网与自动驾驶深度融合，进一步增加自动驾驶落地的可能性。

图表 48：5G 标准时间表



资料来源：3GPP，国盛证券研究所

2020 年上半年多家企业开放 Robottaxi 服务。全球的自动驾驶商业化落地依然较少，绝大多数处于测试或者是示范区试点阶段，Waymo One 服务已经在亚利桑那州凤凰城为公众提供乘车服务，但是数量依旧有限。2020 年 6 月 27 日，上海智能网联汽车规模化载人示范应用启动，滴滴首次面向公众开放自动驾驶服务。从百度到高德，再到滴滴，短短 3 个月时间，三家企业扎堆开放 Robotaxi 自动驾驶出租车服务。

我们认为自动驾驶未来逐步可以落地的领域包括：

- ✓ **卡车货运。**2020 年 3 月，Waymo 获得 22.5 亿美元融资，推出 Waymo Via 计划在美国进行卡车自动驾驶测试。不过我们初期预计自动驾驶卡车会在固定的高速公路路段进行自主配送，以此降低自动驾驶技术将要面对的技术复杂度。
- ✓ **班车、港口、园区交通。**上述几个场景的路线相对固定，且道路复杂度不会很高，更容易实现商业化的落地，美国的 Optimus Ride 提供的班车服务就在布鲁克林海军基地的私人道路上闭环运行。国内的车企也进行了很多自动驾驶商业化方面的尝试，主要在一些特定场景和示范区域里，如公共交通、市政环卫、港口码头、货运物流、矿山开采及零售行业。目前也出现了一批自动驾驶领域的初创企业，如 Pony.ai、图森未来、Momenta、地平线、文远知行等等。

特斯拉成为汽车 OTA 的先锋。特斯拉 OTA 可实现让车辆定期获得安全及导航方面的新功能、提升车辆性能、完善驾驶体验等功能。例如，Model X 100D 经过 OTA 升级后，百公里加速时间可从 5.2 秒缩短至 4.7 秒，Model S 100D 的百公里加速时间则直接缩短了 1 秒，升级后仅需 3.3 秒。根据统计，从第一款 ModelS 上市开始，截止到 17 年 3 月份的 5 年时间里，Tesla 总计推送 25 次 OTA 升级（不含小版本），涉及各大功能域、至少 22 个控制器。在这其中：中控屏更新 22 次，更新内容囊括 bug 更新/显示/报警/交互/控制设置等方面，几乎每次更新都会涉及；动力及电池系统相关更新 11 次，包括能量管理/热管理/性能优化/车载充电等方面；座舱系统相关更新 10 次，包括雨刮/座椅/PE/门把手/鸥翼门等方面。

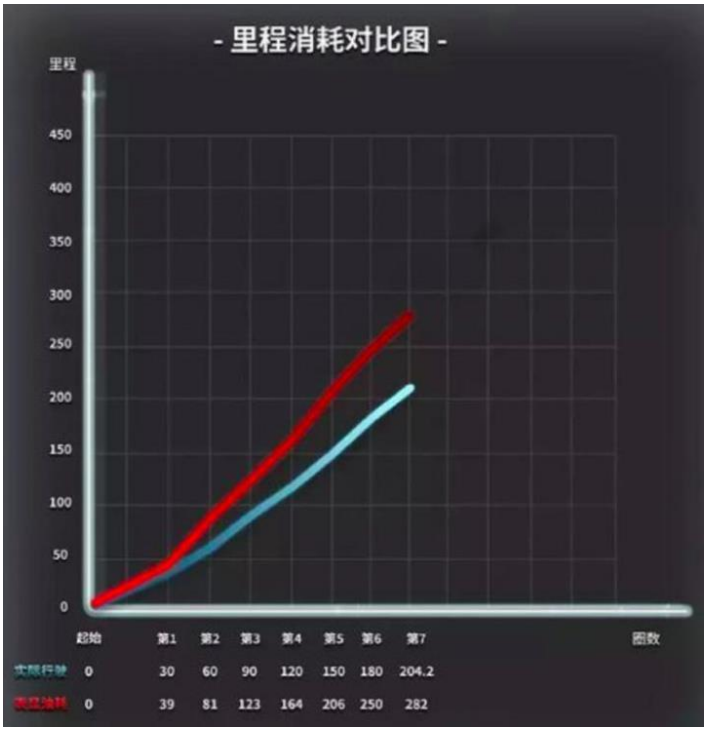
图表 49：特斯拉 25 次 OTA 升级中涉及的领域

	中控屏	动力及电池系统	座舱系统
推送更新涉及次数	22	11	10
推送更新未涉及次数	3	14	15

资料来源：亿欧网，国盛证券研究所

国内众多新车企均搭载 OTA 升级。例如蔚来的 ES8 在新节能模式下无论是百公里能耗（21.7 平均能耗、18.6 实时平均能耗）、还是由数据推算出的实际高速续航里程（279.9 公里）都比早前表现好了很多：能耗降低了超过 10%，续航也提升了近 10%。理想汽车旗下的 ONE 在 2020 年 1 月 15 日也进行了首次 OTA 更新，包括增加预约充电功能、提升音响体验、优化电源管理、改善油耗以及全速域自适应巡航（ACC）。小鹏汽车则在 2019 年 7 月首次进行了 OTA 升级，开放包括 ALC 自动变道辅助、TJA 交通拥堵辅助、透明底盘、驾驶员疲劳预警、驾驶员分神预警等功能。

图表 50：ES8 续航对比明显提升



资料来源：汽车之家，国盛证券研究所

六、 其它主线

人工智能：科大讯飞、盛世科技、海康威视、大华股份。
医疗 IT：卫宁健康、创业慧康、麦迪科技、思创医惠、东华软件。

七、 风险提示

财政支出不及预期：疫情下政府财政趋紧，可能影响 IT 支出。
经济下行超预期：经济超预期下行可能影响企业投资。
贸易摩擦加剧：贸易摩擦特别是科技制裁影响相关行业发展。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56　1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。